

化学原料药



李劲松 王晔

医药行业研究员

021-38565948

lijinsong@xyzq.com.cn

广济药业 (000952)

定价权将有望得到强化

推荐

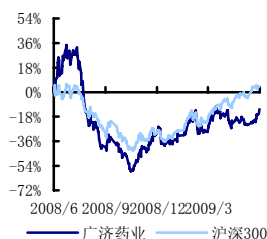
市场数据

报告日期	2009-6-17
收盘价(元)	11.40
52周最高/最低(元)	17.59/5.51
总股本(百万股)	251.71
流通股本(百万股)	235.76
总市值(百万元)	2869.44
流通市值(百万元)	2687.64
每股净资产(元)	3.09

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	572	478	525	575	202
同比增长(%)	-28.1%	-16.3%	9.6%	9.7%	-45.5%
净利润(百万元)	99	37	77	86	12
同比增长(%)	-49.8%	-62.6%	108.6%	11.8%	-84.8%
毛利率(%)	40.3%	27.2%	35.6%	35.7%	26.3%
净利率(%)	17.3%	7.7%	14.7%	15.0%	5.9%
每股收益(元)	0.39	0.15	0.31	0.34	0.05
每股经营现金流(元)	0.88	-0.06	0.38	0.46	0.1

股价走势



相关报告

投资要点

- 近期我们拜访了公司,就生产经营和未来的发展规划和管理层进行了交流
- 全球规模最大的核黄素生产厂。核黄素是B族维生素系列,主要用于饲料、食品、药品的营养添加剂。作为国内最早实现发酵法生产核黄素的生产厂家,公司的现有产能达到了2300余吨。若加上公司在河南孟州投建的2500吨核黄素产能,单单公司的产能已经可以满足全球大部分的市场需要。无论以产量还是产能计算均为全球最大的核黄素生产厂家。
- 垄断格局已经形成。全球产量排名前三的广济药业、BASF、DSM三家的产量已经占据了全球超过80%的份额。其中DSM生产的核黄素主要供应其自产的多维饲料,因此外供的核黄素市场基本为公司和BASF所垄断。
- 定价权有望逐步强化。2007年核黄素暴涨导致了国内的企业纷纷进入,如山东恩贝、宁夏启元等。但是海关数据显示,2005~2008年出口市场基本为广济药业、上海迪赛诺把持。其中广济药业占比稳定在80%以上,表明新进入者并未带来市场格局的改变。未来随着河南孟州新厂的投产,我们预计广济药业凭借着技术优势,规模优势将会进一步扩大成本优势;因此我们判断新进入者将无法对广济药业的垄断地位形成挑战。市场报价显示国际上最大的竞争对手BASF的长期成本高于公司,因此未来随着时间的延长,定价权有望不断得到强化。

- **艰难时刻已经过去。**一季度公司的销售收入、剔除费用影响后的净利润均为近三年的最低水平。主要原因是 BASF 产品受到货币贬值带来的价格优势，使得核黄素的价格不断下跌。其次是金融风暴带来的全球大宗原料药去库存化的影响；但是我们认为随着金融风暴的基本平息，货币贬值带来的价格优势已经开始逆转；其次全球生产经营活动开始趋于正常，下半年核黄素的需求将明显回升。因此我们判断公司最坏的时刻已经过去，未来经营环境将不断好转。
- **新产品开发稳步推进。**公司的优势是发酵技术国内领先，特别是有氧发酵。未来公司也将集中在相关的优势领域进行拓展，特别是维生素类产品。但是公司目标是取得技术领先优势的产品进行延伸，对于竞争激烈，不具备技术优势的产品将不会参与。
- **输液产品维持为主。**公司的输液产品虽然是国家二类新药但是并不是独家生产，因此近几年销售收入增长缓慢，利润率逐渐下滑。公司的策略是在找到好的产品之前维持现状，我们预计难以对公司产生实质的利润贡献。

盈利预测：我们认为国际环境的变化导致未来核黄素的市场趋暖的趋势将长期保持，广济药业作为技术领先，规模优势突出的生产企业，在较长时间内其垄断地位不会受到挑战。从公开资料和市场报价的变化，我们认为其相对于竞争对手拥有 20~30% 左右的成本优势。从我们的业绩敏感性分析预测，若核黄素均价维持在 120 元，预计 09~11 年 EPS 分别为 0.15、0.3、0.35。考虑到公司的定价优势突出，未来长期的盈利能力将不低于 30%。并且随着时间的延长，小型生产企业的不断退出，企业的盈利能力有望进一步提高，因此公司也有获得长期超额收益的潜质，予以“推荐”的评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	523	467	494	567
货币资金	220	193	217	263
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	41	53	59	64
其他应收款	40	27	31	33
存货	91	87	84	92
非流动资产	680	711	733	761
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	69	70	70	70
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	394	455	496	527
在建工程	93	71	61	55
油气资产	0	0	0	0
无形资产	84	85	86	87
资产总计	1203	1178	1228	1328
流动负债	349	304	276	289
短期借款	81	120	120	120
应付票据	30	31	30	33
应付账款	60	63	61	67
其他	178	90	64	69
非流动负债	17	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	17	0	0	0
负债合计	366	304	276	289
股本	252	252	252	252
资本公积	68	68	68	68
未分配利润	386	419	488	565
少数股东权益	63	63	64	65
股东权益合计	837	874	952	1039
负债及权益合计	1203	1178	1228	1328

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	99	37	77	86
折旧和摊销	37	33	40	45
资产减值准备	-1	-2	2	2
无形资产摊销	6	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	-2	-0	-2
投资损失	1	0	0	0
少数股东损益	-1	0	1	1
营运资金的变动	-14	63	33	14
经营活动产生现金流量	163	-15	96	117
投资活动产生现金流量	-137	-60	-72	-72
融资活动产生现金流量	-6	47	0	2
现金净变动	20	-28	24	47
现金的期初余额	172	220	193	217
现金的期末余额	192	193	217	263

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	572	478	525	575
营业成本	341	348	338	370
营业税金及附加	7	5	5	6
销售费用	25	22	23	26
管理费用	68	53	58	63
财务费用	4	-2	-0	-2
资产减值损失	11	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	114	43	91	102
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	117	45	94	105
所得税	20	8	16	18
净利润	97	37	78	87
少数股东损益	-1	0	1	1
归属母公司净利	99	37	77	86
EPS (元)	0.39	0.15	0.31	0.34

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-28.1%	-16.3%	9.6%	9.7%
营业利润增长率	-59.6%	-62.7%	114.2%	12.3%
净利润增长率	-49.8%	-62.6%	108.6%	11.8%
盈利能力(%)				
毛利率	40.3%	27.2%	35.6%	35.7%
净利率	17.3%	7.7%	14.7%	15.0%
ROE	12.8%	4.5%	8.7%	8.8%

偿债能力(%)

资产负债率	30.4%	25.8%	22.4%	21.8%
流动比率	1.50	1.54	1.79	1.96
速动比率	1.24	1.25	1.49	1.64

营运能力(次)

资产周转率	0.52	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	7.56	9.22	8.72	8.72

每股资料 (元)

每股收益	0.39	0.15	0.31	0.34
每股经营现金	0.88	-0.06	0.38	0.46
每股净资产	3.08	3.22	3.53	3.87

估值比率 (倍)

PE	26.40	70.69	33.88	30.30
PB	3.37	3.22	2.94	2.68

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。